

Szemán Judit

Tőkeszerkezeti elméletek érvényesülése a szolgáltató szektorban

A szerző cikkének célja, bizonyos tőkeszerkezeti elméletek érvényesülésének vizsgálata, a magyarországi szolgáltató szektorban, a 2006-2014 közötti időszakot figyelembe véve. A kutatómunka középpontjában három tényező áll: egyrészt az, hogy hogyan érvényesül a szolgáltató szektorban az a klasszikus elmélet, hogy miszerint a jövedelmezőség és a tőkeátvitel között negatív kapcsolat áll fenn, másrészt a likviditás és tőkeátvitel kapcsolata hogyan érvényesül, és végül azt a tényezőt vizsgálja, hogy milyen módon történik a befektetett eszközök finanszírozása.

BEVEZETÉS

A vállalati tőkeszerkezet klasszikus értelemben a tartós idegen források és a tartós saját források arányát jelenti, amit a vállalat alakít ki, változtat meg. Forrásszerzési céllal a vállalat kibocsáthat új részvényeket, amellyel növeli a saját tőkéjét, vagy hosszú lejáratú hitelt vehet fel/kötvényt bocsáthat ki, amivel növeli a tartós idegen forrásokat. A vállalat stratégiai célja a vállalati vagyon növelése. A tőkeszerkezettel kapcsolatos elméleti és gyakorlati kutatások fő kérdései a következők: 1. Létezik-e optimális arány a kétféle forrás között, amellyel a vállalat értékének maximalizálása érhető el? 2. Milyen szempontokat kell a vállalatvezetőknek figyelembevenni, amikor döntést hoz a beruházás finanszírozási módjáról? 3. Mi a helyes sorrendje a finanszírozási lehetőségek igénybevételének? Ezen kérdésekkel kapcsolatban nem született konszenzus sem az elméletben, sem a gyakorlati vizsgálatok során. Tanulmányomban ehhez kapcsolódóan végzek vizsgálatokat a kapcsolódó elméletek bemutatása után.

ELMÉLETI ÁTTEKINTÉS

Ügynök elmélet a vállalatfinanszírozásban (Agency theory)

A finanszírozási piacok általában nem működnek tökéletesen hatékonyan és nem működnek költségmentesen sem. Az ügynöki költségeken alapuló elmélettel először Jensen és Meckling foglalkozik [Jensen-Meckling, 1976]. Az általuk kifejlesztett, *ügynöki költségeken alapuló tőkestruktúra elmélet* a szerződés teljességének hiányán és az információk aszimmetrián alapszik.

A megbízó-ügynök (principal-agent) viszony akkor alakul ki emberek vagy csoportok között, amikor a megbízó(k) saját tulajdonjoguk, vagy egyéb érdekeik képviselésének jogát delegálják egy ügynökre, vagy ügynökként viselkedő embercsoportra [Williamson, 1988].

A megbízó akkor delegálja ezen jogainak képviselését egy ügynökre, ha idő, erőforrás, képesség vagy ismeret hiánya mi-

att úgy ítéli meg, hogy nem képes vagy nem kívánja önállóan gyakorolni érdekeinek képviseletét.

Az elmélet abból indul ki, hogy a megbízó-ügynök viszonyban a felek egyéni haszonmaximalizálók, racionálisan és opportunista módon viselkednek, azaz a saját haszon maximalizálását nem akadályozza a másik fél érdekeinek sérelme.

Az ügynökelméletek olyan vállalatok esetében magyarázza a tőkeszerkezetet, ahol a *tulajdonlás és a vezetés* szétválik. Az ügynök elméletek információs problémája azon alapszik, hogy a gazdasági szereplők közül senki sem rendelkezik többletinformációval, de pozitív a valószínűsége annak, hogy a jövőben egyikük plusz információhoz fog jutni. Őt nevezi az elmélet ügynöknek, míg a másik gazdasági alany, aki szerződés keretében azt szeretné biztosítani, hogy az ügynök az ő érdekében járjon el, kapja a megbízó titulust. Ha az ügynök tevékenysége és a tevékenység eredménye között determinisztikus a kapcsolat, akkor nincs probléma. A probléma akkor merül fel, amikor a kapcsolat sztochasztikus. Ha ugyanis az ügynök díjazása teljesen az output függvénye, akkor az ügynök a sztochasztikus komponensből származó kockázatot is vállalja. Ha azonban az ügynök díjazása független az outputtól, akkor semmi nem ösztönzi arra, hogy a megbízó érdekében járjon el. Tipikus példája ennek a problémakörnek a vezetők szükségtelenül magas személyi fogyasztása a vállalat terhére (luxus járművek és irodák, luxuskörülményeket idéző munkamegbeszélések, továbbképzések stb.).

További kockázat a megbízó számára, hogy az ügynök – mivel más érdekeit szolgálja – hajlamos túlzott kockázat vállalásra, mivel az esetlegesen bekövetkező magas hozamból részesedik, míg a veszteség esetén csak a megbízó érdekei és vagyona sérül (moral hazard). A probléma gyökere tehát az, hogy a megbízó és az ügynök érdekei eltérnek, amin megfelelő szerződés kötésével igyekeznek segíteni. A vállalatvezető álta-

lában az irányítása alatt álló szervezet értékének növelésében érdekelt, míg a részvényesek a részvényárak emelkedésében érdekeltek.

a) A részvényesek és a vállalatvezetők közti ellentét

Ebben az esetben a részvényesek a megbízók és a vállalat vezetése az ügynök. A részvényesek célja rábírní a vállalat vezetését, hogy a vállalat értékét maximalizáló döntést hozzon. A gond az, hogy a megbízók nem rendelkeznek pontos információkról a vállalat befektetési lehetőségeiről, illetve a vállalat értéke nem csak a vállalati vezetők erőfeszítésétől függ. Az elmélet szerint, ha a vállalatvezetés lemond néhány cselekedetéről, akkor ennek költségét teljes mértékben ő viseli, holott a haszonból csak tulajdona arányában részesedik [Mikolasek-Sulyok-Pap, 1996]. Általában a vállalatvezetők arra törekzenek, hogy akkor is beruházzanak, ha ennek tőkeigénye osztalékként történő szétosztása kedvezőbb lenne a részvényeseknek. Sőt a vállalatvezetők akkor sem hajlandók felszámolni a vállalatot, amikor annak nettó eszközértéke már nagyobb, mint a vállalat piaci értéke.

Az elmélet képviselői szerint ilyen körülmények között a tőkeáttétel növelése a jó megoldás, ugyanis ez csökkenti a beruházásokra eltékozolható szabad cash-flowt, könnyebben kikényszeríthetővé teszi a felszámolást. [Jensen-Meckling, 1976].

A vállalati működés során jelentkező érdekellentétek, ami a menedzsment személyes céljai és a tulajdonosi vagyontömeg maximalizálása között van a következő főbb területeket érintheti:

- ✓ eszközök menedzselése/beruházási döntések
- ✓ finanszírozási kérdések
- ✓ osztalékfizetés.

A beruházási döntések esetén az érdekkülönbség alapvető megjelenési formája a kockázati szintek eltérése. A tulajdonos a kockázatosabb projekt megvalósításában érdekelt, ugyanakkor a menedzser a kevésbé kockázatos projekteket kedveli, mivel így kisebb a csőd valószínűsége.

A finanszírozási döntések esetében a tulajdonos az adópajzs kihasználásában érdekelt (magasabb hitelállomány), a menedzser a likviditás fenntartásában, az alacsonyabb hitelállományban érdekelt, célja a csőd elkerülése.

Az osztalékfizetéshez kapcsolódó érdekellentét abból fakad a tulajdonos és a vállalatvezető között, hogy míg a részvényes érdeke a részvény értékének növelése az kifizetett osztalék (és az árfolyamnyereség) növekedésén keresztül [Füredi-Fülöp et al, 2017], addig a vállalat vezetője arra törekszik, hogy minél nagyobb legyen a vállalatba visszaforgatott nyereség, amely a beruházások forrásául szolgálhat. Elvi szinten ezzel megteremtődik az érdekellentét a tulajdonos és a vállalatvezető között. A részvényesek számára több lehetőség is adódik, hogy a vállalat vezetését a részvényesi érdek figyelembe vételére ösztönözze, a menedzsment célja pedig, hogy egyensúlyt tartson fenn a részvényesi érdek és a vállalat hosszú távú érdeke között.

A beruházási és a finanszírozási döntések érdekkülönbségeinek megnyilvánulását célozza a következő empirikus kutatások ismertetése, amelyek alapvetően az amerikai tőkepiacra vonatkozóan fogalmaznak meg összefüggéseket. Célja, hogy árnyaltabbá tegye az érdekek megjelenését e szereplők között.

„Tulajdonos-menedzsment érdekkülönbségek a beruházási döntések területén:

- ✓ A menedzsment rendszerint jó likviditási pozíció mellett vállal fel beruházásokat. Ha a vállalat likviditása kevésbé jó, akkor pozitív nettó jelenértékű projektek sem valósulnak meg. Pozitív összefüggést mutattak viszont ki a beruházások nagysága és a belső tulajdon nagysága között, vagyis a belső tulajdonos hatékonyabban tudja érdekét érvényesíteni a beruházások során.
- ✓ A menedzsment érdek egy speciális megnyilvánulása, a vállalatbirodalom építése, a vállalat nagyságának növelése beruházásokkal. A beruházások, felvásárlások a menedzsmentnek nagyobb befolyást biztosíthatnak és a méretgazdaságosság révén magasabb megtérülést. A menedzsment ilyen törekvése esetén a gyengébb projekteket is megvalósítja (overinvestment).
- ✓ Ha a vállalat relatíve sok hitellel rendelkezik ez a menedzsmentet új beruházási lehetőségek keresésére ösztönzi, hogy jövedelemtermelő képességét növelje (a nagyobb jövedelem és eszközfedezet biztonságosabbá teszi a hitelek fizetését, a hitelbesorolást javítja). Az új beruházások keresése során a menedzsment kockázatviselő hajlandósága is emelkedik, ezzel áttételesen a tulajdonos-menedzsment érdekkülönbség csökken.
- ✓ Amikor a vállalat jó belső likviditással rendelkezik, és ez meghaladja a jó befektetési lehetőségek értékét, a menedzsment a források kifizetésére fordítja a cash-flowt (hitel visszafizetés, részvény visszavásárlása, osztalék kifizetés), amely az érdekkülönbségek csökkenését jelenti [Ross et al, 1996; Harris et al., 1991]

Tulajdonos-menedzsment érdekkülönbségek a forrásbevonási döntések során:

- ✓ A tulajdonosok gyakran úgy vélekednek, hogy a vállalat hitel típusú forrásainak aránya alacsony, a vállalatok nem használják ki a hitelek adócsökkentő hatását. A hitelek növekedése – kedvező vállalati cash pozíció esetén –, a vállalat részvényeseinek pénzáramát gyarapíthatná. Az USA-ban a legtöbb vállalat alacsony hitel aránnyal rendelkezik és egyúttal jelentős az adófizetési kötelezettsége, amely alátámasztja azt, hogy a menedzsment óvatosan bánik a hitelfelvétellel, nem használja ki teljes egészében a hitelfelvétel adócsökkentő hatását, elkerüli a vállalati likviditás veszélyeztetését.
- ✓ A külső tulajdonosok valós belső teljesítmény információk hiányában jeleket értelmeznek, amelyekből a vállalati teljesítmény valós alakulására következtetnek. A hitelfelvétel az egyik ilyen jel, ha a vállalati vezetők növelik a hitel típusú források arányát a külső befektetők ezt úgy értelmezik, hogy a vállalat likviditása jó, teljesítménye várhatóan a jövőben is jó lesz, mivel a belső információval rendelkező menedzsment vállalja a magasabb adósságállományt.
- ✓ A menedzsment a forrásbevonás során a gyakorlatban sokkal inkább soktényezős preferencia rendszer alakít ki, amelyben fontos szerepe van a vállalat specifikus jellemzőknek. Így a vállalati eszközjellemzők (jelentős tárgyi eszköz állomány mellett magas a hitel arány, jelentős

szellemi tulajdon esetén viszont alacsony hitelarány jellemző, a működési eredmény várható bizonytalansága és ingadozása, növekedési lehetőségek, a pénzügyi függetlenség, flexibilitás fenntartása határozza meg a hitelfelvétel nagyságát [Ross et al., 1996]” [Szórádiné Szabó Márta, 2005].

Melyek a tulajdonosi befolyásolás legfontosabb eszközei? A menedzsment „pazarló” magatartása annál kevésbé érvényesül, minél több a menedzser részvényeinek száma a vállalatban. Ilyen helyzetben a menedzser azokat a befektetéseket preferálja, melyek kevés kockázattal járnak. A befektetők monitoring és ellenőrző intézkedéseket vezethetnek be, hogy csökkentsék az ügynöki költségeket. A monitoring elsősorban a menedzsment és a vállalati teljesítmény követésére, szabályozására vonatkozik. Ide sorolhatók azok az ellenőrzési mechanizmusok, törvények normák, erkölcsi szabályok, amelyek a menedzsment a tulajdonos érdekében való cselekvésre szorítja. A monitoring általános szabályozási keretet jelent, részét képezi annak a szerződéses feltételnek, amellyel a tulajdonos körülhatárolja a vezető cselekvési terét. Fontos elem a hitelfelvétel, mivel ez pénzkifizetésre készíti a vállalatot, tehát kevesebb a szabad pénzeszköz, amellyel az ügynök rendelkezhet.¹

b) A kötvényesek és részvényesek közötti ellentét

A kötvényesek és a részvényesek közötti ellentét abban gyökerezik, hogy fennáll egy ún. *eszköz helyettesítés* (asset substitution). A kötvény és a részvény is rendelkezik opciós jellemzőkkel, a részvény nem más, mint egy opció. A részvényeseknek azonban lehetősége van arra is, hogy az opció alapjául szolgáló eszköz egyes paramétereinek értékére hatást gyakoroljon. Ha például az alapul szolgáló eszköz volatilitása növekszik, akkor az arra vonatkozó opció értéke nő. Így a részvényeseknek és az érdeklükben tevékenykedő vállalatvezetőknek nem az a célja, hogy a vállalat teljes értékét maximalizálja, hanem csak a saját tőke értékét. Emiatt elképzelhető, hogy a részvényeseknek akkor is érdekében áll egy beruházás megvalósítása, ha annak nettó jelenértéke negatív és magas a kockázata (saját hasznuk érdekében és a részvényesek kárára). A kötvényesek persze megpróbálnak hatékonyan fellépni ez ellen, de ezt a célt csupán két eszköz segíti. Ezek:

1. Csökkentik alulinformáltságukat azáltal, hogy szélesebb körű információ szolgáltatását írják elő a vállalatnak. Ez azonban pótlólagos költségvonzzal jár, ami a felvett hitelt drágítja.
2. Beavatkoznak a beruházási döntésekbe, annak ellenére, hogy a vállalatvezetőknek mindig előnye van a befektetőkkel szemben, hiszen jobban informáltak és komparatív előnyük vállalatvezetésben nekik van.

Az elmélet hívei mindezek alapján arra a következtetésre jutottak, hogy az eszközhelyettesítési probléma bizonyos befektetők esetén csökkentheti a tőkeáttételt, de tekintettel kell lenni a tőkeszerkezet alakításánál két fontos hatásra.

1. Vezetői reputáció: A vállalat vezetői nem feltétlenül csak a magas hozamban, hanem a vállalat sikerében érdekeltek, amely az eszközhelyettesítés hatását ellensúlyozhatja. Egyes vélemények szerint az alacsony reputációjú vezetők

által irányított vállalatok gyakrabban célpontjai felvásárlásoknak, s emiatt a felvásárlás ellen védekező cégeknél alacsonyabb a hitel aránya.

2. Vállalati reputáció: Ha a vállalat hiteltörténete alapján megbízható adósnak minősül, akkor alacsonyabb kamat mellett juthat hitelhez. Eszerint egy jó hiteltörténetű vállalatnak megéri fenntartani a jó hitel történetét, és ez csökkentheti az eszközhelyettesítési hatást [Mikolasek-Sulyok-Pap, 1996].

A részvényes-kötvényes érdekkülönbségek megjelenésének alapvető területei:

- ✓ Beruházási döntések: A tulajdonosok gyenge likviditási helyzetben, csőd közeli körülmények között is gyakran új beruházások indításában látják a problémák megoldását. A hitelezők, akik viszont igyekeznek elkerülni a kockázatot, nem helyeslik új beruházások kezdését ebben a helyzetben.
- ✓ Finanszírozási döntések: A hitelezők érdeke a jó fizetőképesség, a magas likviditás fenntartása, valamint az eredmény visszaforgatása a vállalatba.
- ✓ Osztalékpolitika: az osztalékok nagysága tekintetében a hitelező és a részvényes érdeke rövidtávon ellentétes, mivel a részvényes magas osztalék formájában szeretne jövedelmet kivenni a vállalatból, a hitelező viszont az adózott eredményt a vállalatba szeretné visszaforgatni. A hosszú távra befektető tulajdonos viszont, lemond a jelenlegi jövedelméről annak érdekében, hogy a visszaforgatott eredményből megvalósuló, pozitív nettó jelenértékű beruházások növeljék a vállalat értékét és a részvény árfolyamát.

„A tulajdonos-hitelező érdekellentét megjelenésének néhány további esete az empirikus kutatások alapján:

- ✓ Csőd közeli helyzetbe sodródott vállalatok tulajdonosai gyakran új beruházásokat erőltetnek a jövedelmezőség javítása érdekében, ezzel viszont a kockázat nagyobb mértékben hárul a hitelezőkre.
- ✓ Ha a hitelező úgy ítéli meg, hogy a vállalati teljesítmény, a beruházás eredménye rosszabb, mint az a hitel folyósításakor látható volt, ez esetben az alacsonyabb eredmény csökkenti a vállalat értékét (jövőbeli pénzáramokat, a beruházás nyomán létrejött eszközfedezet értékét). A hitelezők számára a kamat és tőketörlesztés fizetésének kockázata ezzel emelkedik, a beruházási eszköz, mint fedezet értéke pedig kisebb lesz. A hitelező kénytelen az adósminősítésen változtatni, az emelkedő kamatok, vagy pótlólagos fedezet végső soron a tulajdonos pénzáramát csökkenti.
- ✓ A vállalat új hitelt vesz fel, amelynek fedezete a meglévő eszközök. A jó fedezet miatt alacsonyabb a hitelfelvétel költsége. A hitelfelvétel a régi eszköz tulajdonosaitól von el értéket. (Ha nem eredményes az új beruházás a régi eszközök fedezik a hitelezők tőke- és kamatköveteléseit.)
- ✓ Az osztalékfizetés, részvény visszavásárlás is területe a tulajdonos és a hitelező közötti érték elszívásnak. Ha jelentősen megemelkedik az osztalék kifizetés, vagy a jó likviditási helyzet miatt részvény visszavásárlás mellett döntenek, ez csökkenti a vállalat cash pozícióját, a rosszabb likviditás új adósminősítést von maga után [Ross et al., 1996]” [Szórádiné Szabó Márta, 2005].

Melyek a hitelezői befolyás eszközei? A tulajdonos-hitelező viszonyban is megvannak a megfelelő eszközök, amellyel a hitelezői követelések biztonságban tudhatók. Ennek legfontosabb eszköze a körültekintő hitelszerződés megléte és a szerződés betartatása.

Másik fontos eszköz az adósminősítés intézménye, mellyel már eleve kiszűrhető a potenciálisan fizetőképtelen adós. A hitelmonitoring intézménye lehetővé teszi a vállalat rendszeres ellenőrzését, új körülmények bekövetkezése esetén a szerződés módosítását. Ezek az eszközök azonban csak banki finanszírozás esetén állnak a befektető rendelkezésére, kötvény esetén a lehetőségek korlátozottak.

Aszimmetrikus információ alapuló elméletek

Ezen elméleteknek az alap gondolata az, hogy a gazdaság egyik szereplője többletinformáció birtokában van a többi szereplőhöz képest. A többiek azonban megfigyelik cselekedeteiket, és abból következtetnek az információra. Emiatt szokás ezeket a modelleket jelzésérték (signalling) modelleknek is nevezni.

A tőkeszerkezet problémakörénél a vállalat vezetője az aki többletinformációkkal rendelkezik, ő tudja legpontosabban megítélni az általa irányított vállalat minőségét, míg a befektetők nincsenek belső információk birtokában. Ők figyelik a vállalatvezetők „jelzéseit”. A jó vállalat természetesen igyekszik magát megkülönböztetni a rosszabbaktól, a kérdés az, hogy tudnak-e hihető jeleket (signal) küldeni a befektetők felé. A bemutatandó modellek azt vizsgálják, hogyan tudnak ilyen jeleket küldeni a tőkeszerkezet megválasztásán keresztül.

Az itt bemutatásra kerülő két klasszikus modellnek számos változata létezik.

Hierarchia elmélet (Pecking order theory)

A hierarchia elmélet lényegének egyik magyarázata az információs aszimmetrián alapszik. Az aszimmetrikus informáltság onnan ered, hogy a vállalat vezetői pontosan tudják, hogy valójában mennyi a vállalat értéke és a megvalósítható beruházások nettó jelenértéke, míg a befektetők nem tudják pontosan, kevesebb információ van a birtokukban, mint a vállalat vezetőinek. Amikor egy projekt finanszírozásáról kell dönteni, a vállalati vezetők két dolgot tartanak szem előtt: a beruházásból származó nettó jelenértéket és a finanszírozás költségeit. Akkor érdemes új részvény kibocsátásával finanszírozni egy beruházást, ha a vállalat részvényei túlértékeltek (vagyis többet érnek, mint ha a piac tudomást szerezne a belső információkról). Túlértékelttség akkor fordul elő, amikor a vezetés birtokában levő többletinformáció kedvezőtlen, s így a piac túlértékeli a részvényt. Ha viszont a vezetők – kedvező információikra alapozva – tudják, hogy a vállalatuk részvényét a piac alulértékeli, akkor új részvények kibocsátásával veszteséget szenvednek el, és előfordulhat, hogy ilyenkor már nem éri meg az új részvények kibocsátása, ami a pozitív nettó jelenértékű beruházásról való lemondáshoz vezet.

Mindebből az következik, hogy a menedzsment olyan forrást keres, amelynek értéke a legkevésbé függ az információs különbség mértékétől, illetve amelynek értéke a lehető legkevesebbet változik a jövőben, amikor nyilvánosságra kerül a belső információ. Ilyen forrás elsődlegesen a belső forrás lehet (koc-

kázatmentes adósság esetén sem merül fel alulértékelttség vagy túlértékelttség lehetősége, de a vállalati adósság nem tekinthető kockázatmentesnek), ezt követi a vállalati adósság, végül a vállalatértékkel közvetlenül összefüggésben levő részvény.

A hierarchia elmélet gondolköre először Donaldson [1961] írásában fogalmazódott meg, aki nagyvállalati minta vizsgálata alapján állapította meg, hogy a menedzsment először belső forrásokat használ beruházásai finanszírozására, s csak utolsóként fordul a részvénykibocsátás felé. Ezzel kapcsolatos fontos cikkek Myers [1984], és Myers-Majluf [1984], Harris-Raviv [1991] írása.

Myers-Majluf [1984] tanulmánya szerint, mivel a menedzserek többletinformációval rendelkeznek a piaci szereplőkhöz képest, ha részvénykibocsátással finanszírozzák a vállalati befektetéseket, akkor ebből a piaci szereplők arra következtetnek, hogy a menedzserek túlértékeltnek tekintik a részvényt és ennek hatására a részvényár esni fog. Ez természetesen nem a részvényesek érdekét szolgálja. Ezért a vállalat vezetői igyekeznek elkerülni a részvénykibocsátást, és a finanszírozásnak más módját választják. Ezzel igyekeznek elkerülni a részvényárfolyam negatív irányú befolyásolását.

Myers [1984] a következőképpen foglalta össze az elmélet lényegét:

- ✓ A hierarchia elmélet esetében nincs optimális idegen tőke/saját tőke arány. A saját tőkének két fajtája van, a külső és a belső. A külső saját tőkebevonás (részvénykibocsátás) a hierarchia legvégén áll, a belső saját forrásbevonás (visszatartott profit) a hierarchia csúcán szerepel. Az idegen tőke nagysága az egyes vállalatok esetében a külső forrásokra vonatkozó kumulált szükségletet tükrözi.
- ✓ Van azonban egy tűrési küszöb az adósság nagyságának, amit ha meghalad a vállalat részvény kibocsátással növeli forrásait.
- ✓ A finanszírozási hierarchia elméletnek azonban lehetséges egy *másik kiindulópontja* is, nevezetesen, hogy a vállalatok a forrásszerzés tranzakciós, járulékos költségeit akarják minimalizálni a tőkeszerkezetük megválasztásakor. Hierarchia elméletnek ez a megközelítése a szakirodalomban elsikkad, én azonban fontosnak tartom ezt a megközelítést is kifejteni, mivel úgy gondolom, hogy a gyakorlatban a járulékos költségek minimalizálása nagyon fontos tényezőként lép fel. E megközelítés szerint a vállalatok forrásigényeik biztosítására először azokat a forrásokat veszik igénybe, ahol a tranzakciós költségek a legkisebbek, és csak akkor fordulnak új források felé, ha a korábban igénybe vett források valamilyen ok miatt kimerültek. A források között tehát szigorú hierarchia van. („Pecking order: a baromfiaknál egymást csipkedve kialakított erőszak-hierarchia; pecking: csipkedés, akadékoskodás”) [Brealey-Myers, 1992] Az elmélet által tárgyalt főbb források és azok sorrendje a következő:

Tehát a vállalat rangsorolja a forrásait a beszerzés tranzakciós költségei szerint és csak akkor nyúl a rangsorban következő forráshoz, ha a rangsorban felette álló finanszírozási forrásait már kielégítette [Brealey – Myers (1992)]. A források rangsora a következő:

1. Belső forrás

- 1.1. Mérleg szerinti eredmény
- 1.2. Amortizáció
- 1.3. Forgótőke csökkenés
- 1.4. Befektetett eszközzeladás

2. Külső forrás

2.1. Ideiglenes forrás

Kereskedelem-finanszírozó források

2.1.1.1. Szállítói hitel, váltó kibocsátás

2.1.1.2. Adó- és munkabértartozások

2.1.1. Közvetett idegen források

2.1.1.1. Bankhitel, váltóleszámlátolás

2.1.1.2. Faktoring

2.1.1.3. Lízing

2.1.2. Közvetlen idegen források

2.1.2.1. Kötvény kibocsátás

2.2. Végleges forrásszerzés

2.2.1. Részvény kibocsátás

A pénzügyi vezető először a belső és a külső források közül választ.

Belső források azok a pénzbevételek, melyek a vállalkozás működéséből származnak. A külső forrásokat valamilyen külső személy bocsátja a vállalat rendelkezésére.

A belső források a vállalat által realizált, beszédett árbevételből és egyéb bevételből származnak. Ha az árbevételből levonjuk az adott időszakban kifizetett ráfordításokat és az osztalékot, kapjuk a belső források adott időszakban keletkező részét. Másik megközelítés szerint a belső forrás a vállalat mérleg szerinti eredményének, az amortizációnak és az esetleges eszközzeladásból származó bevételnek az összege. Itt eszközzeladáson nem elsősorban az ingatlanok, gépek, berendezések értékesítéséből befolyó összeget kell érteni, hanem a követelések, készletek, pénzeszközök csökkenéséből származó forrásokat is.

- ✓ A belső források fő előnye, hogy tranzakciós költségük zérus.
- ✓ Szerződésben rögzített hozamelvárás sem kötődik hozzájuk – ellentétben mondjuk a hitellel -, így, ha a cégnek rosszul megy, akkor sem nehezedik a fizetési helyzete.
- ✓ A belső forrásokat nem terheli visszafizetési kötelezettség.

Az azonban nem igaz, hogy olcsó források lennének. A belső forrás a vállalat tulajdonosainak pénze, ami után a tulajdonosok a saját tőkéjük után járó hozamot követelik meg. Erről néhány vállalati vezető hajlamos elfeledkezni és mivel nincs jó beruházási ötletük, a vállalat működése szempontjából feleslegesen nagy pénzeszközállományt és értékpapír állományt halmoznak fel. Ezek azonban nem hoznak akkora hozamot, mint a tulajdonosok hozamelvárása, így az összes eszköz hozama csökken. Az eszközarányos eredmény romlása aztán a részvényárfolyamokban is megmutatkozik. Ezek a vállalatok válhatnak elsődleges felvásárlási célpontokká.² Ebből következik egy jó tanács a vállalatvezetők számára:

Ha túl sok forrása van a vállalatnak, és nem tudja befektetni a WACC-től nagyobb hozamrátaival, akkor a vállalat fizesse vissza a hiteleit, vagy fizesse ki osztalékként a tulajdonosoknak. Pénzt csak akkor szabad tartalékolni, ha sikerült meggyőzni a befektetőket arról, hogy későbbi, jól jövedelmező befektetések-

re kell. A meggyőző munka sikerét a részvényárfolyamokon lehet lemérni.

Hiába kommunikálja a vállalat, hogy a nagyarányú pénztartalék a jövőbeli akvizíciókra kell, ha erre a részvényárfolyam nem emelkedik, a cégvezetés egy ellenséges felvásárló fellépését kockáztatja.

A belső források másik nagy problémája, hogy egy gyorsan növekvő vállalkozás számára általában kevés van belőle.

A hierarchia elmélet szerint a vállalkozások akkor fordulnak a külső források felé, ha a belső forrás már nem képes kielégíteni a finanszírozási igényeiket.

A külső források két csoportra oszthatók.

Az ideiglenes (idegen) forrásokat valamikor a jövőben vissza kell fizetni. Legtipikusabb képviselőjük a bankhitel. A végleges forrásokat nem terheli visszafizetési kötelezettség, ezek a vállalkozás megszűnéséig a rendelkezésére állnak. Tipikus példája a vállalat részvényeinek eladása.

Kicsit talán meglepő lehet, de a hierarchia elmélet szerint, amíg a vállalat eladósodottsága nem túlzott mértékű, a vállalkozások az ideiglenes források megszerzését preferálják a véglegessel szemben. Itt végleges forrásokon csak a részvény kibocsátásból, vagy saját tőke emeléséből eredő pénzbevétel értendő.³

A hierarchia elmélet érvei az ideiglenes források mellett a következők:

- ✓ Hígulási hatás – Ez a tulajdonosok szempontja. Ha új saját tőkét vonunk be, akkor (hacsak nem járulunk hozzá mi is a tőkeemeléshez) a meglevő tulajdonosok részesedése csökkenni fog. A tulajdoni részesedésükkel együtt a cégvezetésre való befolyásuk is csökken. Tulajdoni részesedésükkel együtt az osztalékjövetelemből való részesedésük aránya is csökken.
- ✓ A tulajdonosok hozamelvárása mindig nagyobb, mint a hitelezőké, az általuk vállalt nagyobb kockázat miatt. Ebből következően ugyanakkora éves hozam ígéréssel sokkal nagyobb összegű hitelt lehet szerezni, mint saját tőkét. A saját tőke három okból nagyobb kockázatú, mint a hitel:
 - A hitel hozamát (a kamatot) szerződés garantálja. A saját tőke hozama a vállalat jövőbeli gazdasági teljesítményétől függ.
 - A hitel törlesztését valamikor a jövőben vissza fogják fizetni. A vállalkozásba betett tőkét csak a vállalkozás megszűnése után lehet kivenni. A tulajdonrész természetesen korábban is értékesíteni lehet egy másik befektetőnek, de nagy kérdés, hogy milyen áron.
 - Felszámolási eljárás során a hitelezők elsőbbséget élveznek a tulajdonosokkal szemben. Miután a hitelezőket maradéktalanul kielégítették a vállalat vagyonából, akkor kapnak valamit (legtöbbször semmit) a tulajdonosok.
- ✓ Az új tulajdonosok meggyőzésére az általuk vállalt nagyobb kockázat miatt sokkal több pénzt és energiát kell fordítani és a saját tőke megszerzésének folyamata is hosszabb, mint a hitelszerzésé. Következésképpen a végleges forrásoknak sokkal nagyobbak a tranzakciós költségei, mint az ideiglenes forrásoknak.

A hierarchia elmélet szerint, amíg a vállalatvezetők nem ítélik nagyra a vállalat eladósodottságát, növekedési terveiket in-

kább ideiglenes forrásból fedezik. Csak akkor vonnak be új saját tőkét, ha a tőkeáttétel már túlságosan nagyra nőne a vállalat célrátájához képest.

A hierarchia elmélet szerint az információs aszimmetria illetve – egy másik megközelítés szerint – a tranzakciós költségek nagysága határozza meg a források felhasználási sorrendjét. Ezen tranzakciós költségek azonban sok esetben nem tűnnek olyan nagyoknak, hogy meghaladják a tőkeszerkezet értéknövelő hatását [Ábel- Öcsi, 1999].

Ez az elmélet azért vált népszerűvé, mivel meg tudta magyarázni

- ✓ miért van negatív kapcsolat a profitabilitási ráták és az áttétel között
- ✓ miért reagál negatívan a piac egy újabb részvénykibocsátás hírére
- ✓ a menedzserek miért csak abban az esetben bocsátanak ki részvénytőkét, amikor már nincs más lehetőség, vagy úgy gondolják, hogy a vállalat részvényei felülértékeltek
- ✓ a jövedelmező vállalatok miért nem vesznek fel nagyobb volumenű hitelt és csökkentik forgóeszköz tartalékaikat a trade-off elméletnek megfelelően.

Népszerűsége ellenére ez az elmélet is sok kritikában részesült. Myers maga is elismerte, hogy a hierarchiába rendezés modellje csak a kiinduló feltételek (pl. a vállalatvezetők információs előnye) figyelembevételével működik kielégítően [Myers, 2001].

Széles körben tesztelték ezt a népszerű elméletet. Ezen tesztek közül egyet emelek ki, amely amerikai vállalati minta alapján készült [Murray and Vidhan, 2003]. Ők az adatbázis vizsgálata alapján arra a következtetésre jutottak, hogy a hierarchia elmélettel ellentétben, forrás szükséglet esetén a vállalatok sokkal inkább részvényt bocsátottak ki, mintsem adósságot. A nagyvállalatokra valóban jellemző a hierarchia elmélet néhány aspektusa, de összességében az új adósság kibocsátásában kisebb szerepe van a finanszírozási deficitnek, mint azt a hierarchia elmélet gondolja, bármilyen méretű vállalatnál.

Egyes vélekedések szerint ez az elmélet nem tőkestruktúra, hanem inkább hitel elméleti modell, amely megmagyarázza, miért helyezi előtérbe a vállalat a hitellel való finanszírozást a részvényfinanszírozás helyett.

A kapott kritika ellenére is elmondható, hogy a tőkestruktúra elméletek között ez a teória örvendő a legszélesebb körű elfogadásnak, s ez fedi le a legnagyobb mértékben a lehetséges tőkeválasztási lehetőségeket.

A hitelarány, mint a vállalat jövőbeli lehetőségeinek jelzése

A hierarchia elmélet mellett ez az aszimmetrikus információan alapuló másik klasszikus modell, amely szintén azt vizsgálja, hogyan képes a vállalat piaci pozíciójának jelzésére, választott tőkestruktúráján keresztül.

Ross [1996] munkája úttörőnek tekinthető ezen a téren, amely két típusú vállalatot feltételez:

- ✓ „A” vállalat, magas tőkeáttétellel rendelkező, jó minőségű vállalat
- ✓ „B” vállalat, alacsony áttételű, kevésbé jó vállalat.

A vállalatok egyenként különböző, pozitív nettó jelenértékű projektek megvalósítását tervezik. Amennyiben tőkestruktúráját

tekintve (felvett hitel függvényében) egy vállalat A típusúnak mutatkozik, csupán annyi hitelt bocsáthat ki, amely megegyezik az A vállalat által választható befektetés GPV értékével, egyébként csődbe menne. Ugyanez igaz a B típusú vállalatra is a kijelölt projekt függvényében. Ez biztosítja az egyensúlyi környezetet, feltételezve, hogy egyik típusú vállalat sem kíván helytelen jelzéseket adni. Ha az A típusú vállalat B típusúnak mutatná magát, akkor annyi hitelt vehetne fel, mint a B, viszont ez nem lenne elegendő az A vállalatnak megfelelő projekt finanszírozásához. Ha ugyanez fordítva lenne, és a B vállalat mutatná magát A-nak, több hitelt venne fel, és csődbe menne. Ross azt is feltételezte, hogy a menedzsereknek nincs részvénytulajdona a vállalatban. Ross három fontos következtetést von le:

- ✓ Ismétlődik a MM irrelevancia teória abban a tekintetben, hogy a tőke költsége független a finanszírozási döntéstől, annak ellenére, hogy a vállalatok különböző kölcsöntőke aránnyal rendelkeznek.
- ✓ A csőd valószínűsége a hitelfelvétellel egyenlő arányban növekszik.
- ✓ A vállalat értéke és a kölcsöntőke/részvénytőke arány között pozitív reláció van: a jó minőségű cégek több hitelt vesznek fel.

Heinkel azt az esetet vizsgálta, amikor a menedzser tulajdonosa is a vállalatnak. Egy olyan költségmentes egyensúlyi rendszert feltételez (a vállalatok közötti megkülönböztetés költségmentes számukra), melyben az információs aszimmetria a hozamok variabilitására érvényes. A tulajdonosok külső forrásból történő vállalati értékmaksimalizáló törekvése határozza meg az optimális hitel arányt. Ilyen körülmények között a szerző bizonyítja, hogy minél jobb egy vállalat, annál több hitelt vesz fel, ám annál kockázatosabb. Ez a hitel a piacon alulértékelt. Amennyiben egy rossz minőségű vállalat jónak szeretné feltüntetni magát, akkor több alulértékelt kötvényt kell kibocsátania és csökkentenie a túlértékelt részvényeinek a számát. Hasonlóan, egy jó vállalat csak úgy tűnhet rossznak, ha kevesebb túlárzott kötvényt és több alulárzott részvényt bocsát ki. Tehát a belső tulajdonosoknak nem érdeke, hogy helytelen jelzéseket bocsássonak ki. Mint látható, Heinkel eredménye megegyezik a Ross által mondottakkal, miszerint a jó cégek magasabb hitelaránnyal rendelkeznek.

A gyakorlatban azt is fontos figyelembe venni, hogy a hitel banki, vagy egyéb forrásból származik-e. Johnson ugyanis kimutatta, hogy mivel a bank a hitelezés folyamán mind a hitelnyújtás előtt, mind pedig azt követően információkat gyűjt a vállalatról, az információs aszimmetriából fakadó problémák csökkenthetők. A vállalat értéke is nagyobb, mint egyéb finanszírozási eszköz használatakor és az áttétel is magasabb ezeknél a vállalatoknál.

Csordaszellem – Statikus finanszírozási áttételkezelés

A vállalatok követik cégtársaikat finanszírozási politikájuk meghatározásakor. Például egy gyógyszergyár, cégtársához hasonlóan alacsony tőkeáttételi arányt választ tőkeszerkezetének alakításakor, hasonlóan a többi gyógyszergyárhoz. Ezt a feltevést a gyakorlati kutatások is igazolják. Egy adott iparágba tartozó vállalat tőkeáttétele nem „kalandozik el” jelentősen az ágazati átlagtól. Ha megnézzük, hogy mely tényezők határozzák meg

egy adott vállalat adósságarányát, az látható, hogy az egyik legfontosabb meghatározó tényező az ágazat, amelyben a cég tevékenykedik. Ez a tény abból is logikusan következik, hogy az azonos ágazatba tartozó vállalatok hasonló jellemzőkkel bírnak, így nem meglepő, ha tőkeszerkezetük is hasonló. Például a mezőgazdasággal foglalkozó társaságoknak változékony a pénzárama és nehezen értékesíthető a legértékesebb eszköze, a föld, természetesen alacsony adósságállományt használnak a tőkeszerkezetükben.

Fontos azonban megjegyezni, hogy veszélyessé is válhat „utánozni” a cégtársak finanszírozási magatartását. Először is abban az esetben, ha egy szektoron belül nagy különbségek vannak a növekedési lehetőségekben és a kockázatban. Ekkor az ágazaton belül is nagy különbségek vannak az adósság/ saját tőke arányban.

Másodszor, abban az esetben, ha az adott iparág változóban van. Például, az eddig monopolhelyzetben levő telefontársaság versenytársakkal találja szembe magát. Ekkor a régóta stabil, nagy nyereséggel rendelkező cég hatalma megtörik, s nyeresége is lecsökkenhet, illetve ingadozóvá válhat. Az adósságpolitikát ebben az esetben gyökeresen meg kell változtatnia a cégnek, s alacsonyabb tőkeáttételt kell kialakítania.

Érdemes megjegyezni, hogy a tőzsde a csordaszellemet díjazza, vagyis a befektető szemszögéből nézve, jó, ha a befektetési célpont „átlagos” tőkeszerkezettel rendelkezik. „Befektetési és pénzügyi döntéseinktől való félelmünk, és ezen belül különösen a veszteség- és kockázatkerülés miatt sokkal értékesebbnek látjuk azokat a lehetőségeket, amelyeket mások is annak tartanak, és így alakul ki a csordaszellem (herd mentality), vagyis hogy a befektetők tömegesen egy irányba (egyfajta vélekedés talaján állva) hoznak döntéseket” [Jaksity, 2004].

A VÁLLALATI ADATBÁZIS BEMUTATÁSA

Az empirikus kutatás alapját egy olyan adatbázis adja, amely a Magyarországon működő 5000 legmagasabb árbevételű elért cég 2008-2014 közötti időszakára vonatkoztatva tartalmaz vállalati éves mérleg és eredmény kimutatás adatokat. Összevont ágazati adatok állnak rendelkezésre, vagyis egyedi adatokat az adatbázis nem tartalmaz. A vállalatcsoportok ágazati azonosítása, majd nemzetgazdasági ágba történő besorolása a TEÁOR kódok szerint történt. Az adatbázisból a szolgáltatási szektorhoz tartozó vállalatok adatait elemzem. A szolgáltató szektorra azért esett a választás, mert ennek a súlya és szerepe növekvő tendenciát mutat a mai társadalomban. Míg a több ágazat szerepe lecsökkent az elmúlt években, évtizedekben (mezőgazdaság, ipar) addig a szolgáltatások egyre hangsúlyosabb szerepet kapnak a mai ember életében. Ebben a munkában kilenc szolgáltatási ág tőkeszerkezetét befolyásoló tényezőit vizsgáltam. Ezek az **1. számú táblázatban** láthatók.

Az arányok a mérlegfőösszeg alapján kerültek meghatározásra. Itt azt látjuk, hogy a vizsgált adathalmazba tartozó cégek bő kétharmada a pénzügyi szolgáltatások területén van jelen (ahol relatíve magas a szellemi tőkében hozzáadott érték), ezen kívül jelentős szerepe a szállítás, raktározás, posta, távközlés alágazatnak van, valamint a gazdasági tevékenységet

1. számú táblázat: A vizsgált adatbázis szolgáltatási ág szerinti megoszlása

Szolgáltatási ágazat	Aránya az adatbázisban (%)
Szállítás, raktározás, posta, távközlés	12,4
Szálláshely, vendéglátás	0,6
Szórakoztató, kulturális és sportszolgáltatás	0,8
IT szolgáltatások	0,8
Pénzügyi szolgáltatások	68,7
Ingatlanügyletek, bérbeadás	5,6
Gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatások	10,3
Oktatás, kutatás	0,2
Összesen	100,0

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

segítő szolgáltatásoknak (ide tartozik például a jogi, számviteli, adószakértői tevékenység, munkaerőpiaci szolgáltatás, adminisztratív, kiegészítő szolgáltatás).

A KUTATÁS HIPOTÉZISEI

A kutatásom előzményének Katits-Szemán [2017] munkáját tekintem. A szerzők a magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzését készítették el az 1993-2014 közötti időszakra. A munkát olyan módon kívántam folytatni, hogy az adatbázisból a szolgáltató szektort tettem a vizsgálat középpontjába, annak fontossága miatt, és a 2008-2014 közötti periódust vizsgáltam. A periódus kiválasztásánál azt a szempontot tartottam szem előtt, hogy a válság kezdetétől kiindulva a legfrissebb adatokig mutathassam a vizsgált hipotézisek eredményeit.

Jövedelmezőség – A *Hierarchia elmélet* és a *Választásos elmélet* tesztelése

1. hipotézis: *A szolgáltatási alágazatok jövedelmezősége és a tőkeáttétel között negatív kapcsolat van, azaz, ha az adott alágazat az átlagosnál jövedelmezőbb, akkor kevesebb a hitelállománya, ellenben ha az átlagosnál kevésbé jövedelmező, akkor kénytelen hitelt felvenni.*

Feltételezem a vállalati tőkestruktúra felfogások között közismert *Hierarchia elmélet* érvényességét, amit alátámaszt az a tény, hogy az empirikus kutatók többsége egészen napjainkig is negatív kapcsolatot tárt fel a két tényező között [Booth et al. 2001, Szemán 2008]. A jövedelmező vállalatok számára általában rendelkezésre állnak belső források, így ezek körében a tőkeáttétel alacsonyabb, mivel kevésbé kell külső forrásért folyamodniuk.

A *Választásos elmélet* azt állapítja meg, hogy minél magasabb a vállalat jövedelme, annál magasabb tőkeáttétel kedvezőbb a vállalat számára a kamatfizetésből eredő adópajzs kedvező hatása miatt. Mivel egyedi vállalati adatok nem állnak rendelkezésre, csak összesített ágazati adatok, ezért az egyes szolgáltatási alágazatokat lehet egymással összehasonlítani.

A likviditás és a tőkeáttétel kapcsolata – A *Hierarchia elmélet* és az *Ügynök elmélet* tesztelése

2. hipotézis: *Minél nagyobb egy szolgáltatási alágazat likviditása, annál kisebb a tőkeáttétele.*

A likviditással kapcsolatban többféle nézőpont létezik a tőkestruktúráról szóló elméletekben. A *Hierarchia elmélet* – amely több kutatásban is bizonyítást nyert – azt mondja ki, hogy

a magas likvid eszköz állománnyal rendelkező cégek éppen ezt az eszközállományt mozgósítják beruházásaik finanszírozására, s nem fordulnak a bankokhoz hitelért (sem a befektetőkhez tőkéért). A kutatók másik része amellet érvel, hogy azok a vállalatok vállalhatnak és kaphatnak jó eséllyel hitelt, akiknek magas a likviditási mutatójuk, mivel ők képesek teljesíteni hitel visszafizetési kötelezettségüket a bank felé.

Az Ügynök elméletben is megjelenik a likvid eszközök kérdése, mégpedig annak kapcsán, hogy a hitelfelvétel rendszeres kamatfizetési és tőketörlesztési kötelezettség teljesítésre készíti a vállalatot, tehát kevesebb az a szabad pénzeszköz, amellyel az ügynök rendelkezhet. Ennek a logikának az alapján az a cél, hogy a likvid eszköz arány relatíve alacsony legyen, amely viszont magas tőkeáttétellel kell, hogy párosuljon.

Azért választottam hipotézisemet a *Hierarchia elmélet* alapján, mert a magyar történelmi hagyományokhoz, a magyar mentalitáshoz közelebb áll az a nézet, hogy „Addig nyújtózkodj, ameddig a takaród ér!” – legalábbis, a vizsgált időszakban, a vállalatok csak akkor fordultak bank által nyújtott idegen forráshoz, ha szűkös likviditásuk miatt nem tudták megvalósítani céljaikat.

A lejáratí összhang vizsgálata

3. hipotézis: *A magyar szolgáltató vállalatok esetében érvényesül a lejáratí összhang elve, vagyis befektetett eszközeiket hosszú lejáratú forrásból, forgóeszközeiket pedig rövid lejáratú forrásból finanszírozzák.*

Tehát a lejáratí összhang azt jelenti, hogy a vállalatok igyekeznek az eszközeik lekötési idejét és forrásaik lejáratát közeleltetni. A finanszírozási stratégia kialakításánál fontos figyelembe venni azt az alapvető szabályt, hogy a tartós befektetéseket saját tőkével és/vagy hosszú lejáratú hitellel kell finanszírozni, miközben a forgóeszközök finanszírozása lehetséges rövid lejáratú forrásokkal. E hipotézis keretében azt vizsgálom, hogy vajon a vizsgált időszakban a magyar vállalatok betartják-e ezt a szabályt. A kutatások bizonyítják a lejáratí összhang betartását [Szemán 2008].

A MEGFIGYELÉSI VÁLTOZÓK

Ebben a részben közlöm a hipotézisvizsgálat során alkalmazott mutatószámokat, az eredmény- és magyarázóváltozókat. Természetesen tudatában vagyok annak, hogy a tőkeáttételt – mint eredményváltozót – általában a vállalati menedzsment határozza meg, s ebben nagy mértékben szerepet játszik a vállalat aktuális „állapota”, amely megmutatkozik a különböző pénzügyi mutatók nagyságában, illetve alakulásukban. Ebből eredően a magyarázó változók és az eredményváltozók nem függetlenek egymástól. Éppen ezért a következtetések levonásakor kellő óvatossággal és körültekintéssel kell eljárni.

A tőkeáttétel mutatószámai (eredményváltozó):

Az eredményváltozónak az idegen források és a saját tőke közötti arányt választottam:

✓ *Tőkeáttétel: Idegen forrás/Saját tőke.* Ebben a mutatóban nemcsak a hosszú, hanem a rövid lejáratú idegen források is szerepelnek, és ennek aránya mérhető a saját tőkéhez viszonyítva. A vállalat általános eladósodottságát méri. Azt mutatja meg, hogy a saját források a kötelezettségek hány százalékát fedezik.

Mivel a tőkeszerkezetet a tartós források között szereplő idegen és saját tőke arányát jelenti, a tőkeszerkezettel foglalkozó kutatások többségében a források közül a hosszú lejáratú kötelezettségek szerepelnek a függő változóban [például Baloghné Balla A., 2006]. Az általam alkalmazott másik tőkeáttételi mutató ezért az alábbi lesz:

✓ *Tőkeáttétel2: Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás.* Ez a tőkeáttételnek egy „klasszikus” mutatója. A számlálóban csak a hosszú lejáratú idegen tőke szerepel, míg a nevezőben a mérleg főösszeg, amely megfelel a klasszikus értelemben vett tőkeáttételnek. Azt mutatja, hogy hosszú távon milyen az idegen tőke aránya az összes forráson belül. Rámutat a vállalat hitelképességére, a hitelhez jutási lehetőségeire.

A befolyásoló tényezők változói (magyarázó változók):

✓ *Jövedelmezőség:* $ROA = \text{Üzemi eredmény} / \text{Összes eszköz}$

✓ *Likviditás:* Forgóeszközök/Rövid lejáratú kötelezettségek

✓ *A vállalat üzleti kockázata:* ROA szórása

✓ *Lejáratí illeszkedés:* Befektetett eszközök/(Saját tőke + Hosszú lejáratú kötelezettség)

A változók közötti kapcsolatok vizsgálatát SPSS 22.0 programcsomaggal végeztem el. Tekintettel a kevés változó számra scatter plot diagramokat készítettem, amibe beillesztettem a regressziós egyenest.

A KUTATÁS EREDMÉNYEI

1. hipotézis: *A szolgáltatási alágazatok jövedelmezősége és a tőkeáttétel között negatív kapcsolat van, azaz, ha az adott alágazat az átlagosnál jövedelmezőbb, akkor kevesebb a hitelállománya, ellenben ha az átlagosnál kevésbé jövedelmező, akkor kénytelen hitelt felvenni.*

Másképpen fogalmazva: Ha a vállalat rendelkezésre áll belső forrás – amelynek lényeges eleme az adózott nyereség, s így nagymértékű önfinanszírozó képessége van – akkor finanszírozási szükségletét ebből a belső forrásból, és nem hitelfelvételből fogja kielégíteni.

Ez a hipotézis a jövedelmezőség és a tőkeáttétel közötti kapcsolatot vizsgálja. A hierarchia elméletnek megfelelően fogalmaztam meg hipotézisemet, tekintettel a magyar pénzügyi hagyományokra. A hipotézis tesztelésére a következő mutatókat használtam:

✓ *Jövedelmezőségi mutató:* $ROA = \text{Üzemi eredmény} / \text{Összes eszköz}$

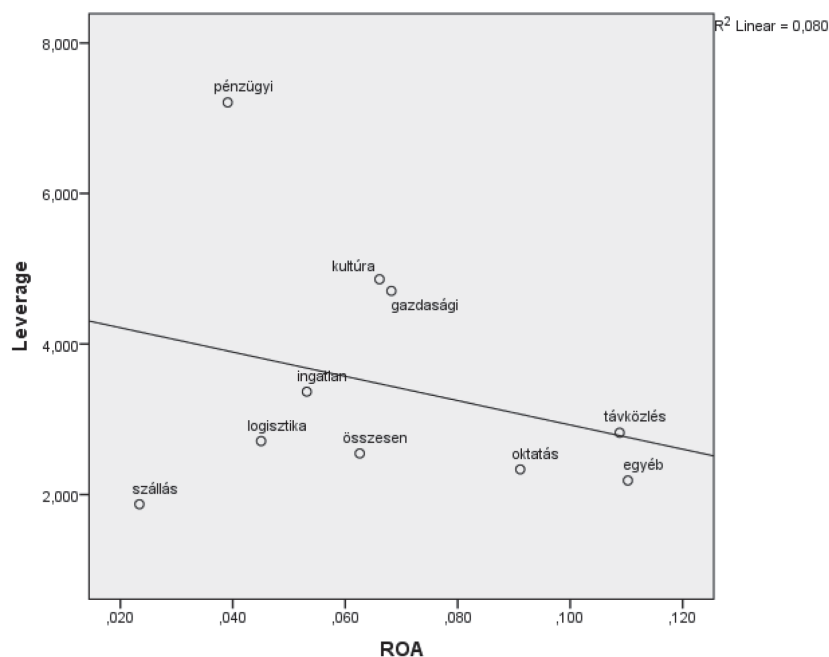
✓ *Tőkeáttétel (Leverage) = Idegen forrás/Saját tőke.*

✓ *Tőkeáttétel2 (Leverage2) = Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás*

A jövedelmezőségi mutató (ROA) számlálójába az üzemi eredmény került (nem az adózott eredmény), ami azért szerencsés, mert így a finanszírozási struktúra nem kerül figyelembevételre. Nevezetesen a kamatkiadás csökkentené az adóalapot, de az üzemi eredményt nem befolyásolja (Bozsik, 2017).

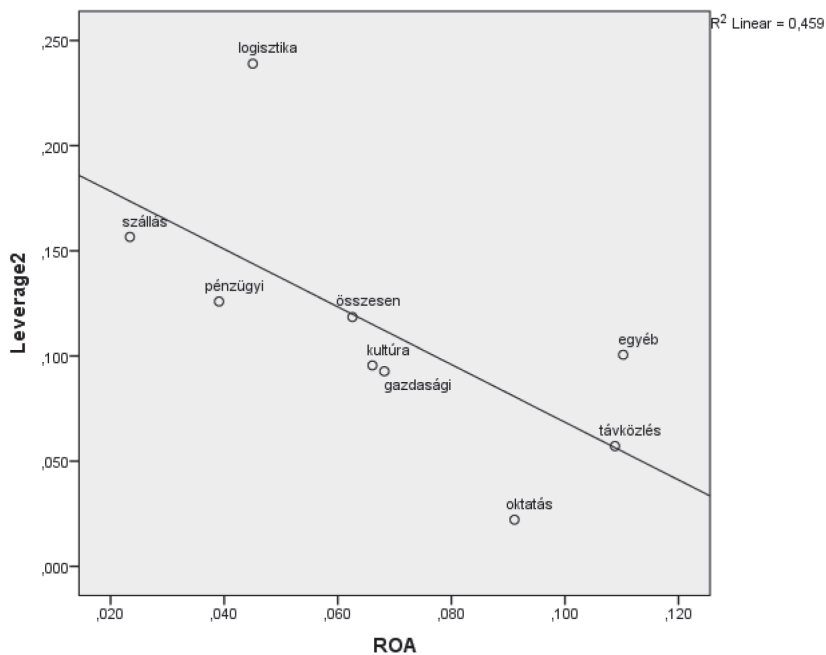
A ROA és a tőkeáttétel közötti kapcsolatot mutatja az **1. számú ábra**.

Az **1. számú** ábra alapján megállapítható, hogy a ROA mutató és az (Idegen forrás/Saját tőke) mutató között nagyon gyenge negatív kapcsolat van. Az R^2 mutató nagyon alacsony értéke is ezt a tényt erősíti meg. Ebből következik, hogy a



1. számú ábra A ROA és az (idegen forrás/saját tőke) közötti kapcsolat

Forrás: saját szerkesztésű ábra a TOP5000 adatbázis alapján



2. számú ábra: A ROA és a (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) közötti kapcsolat

Forrás: saját szerkesztésű ábra a TOP5000 adatbázis alapján

jövedelmezőség és a vállalat teljes eladósodottsága között nincs kimutatható kapcsolat. A jövedelmezőség nem befolyásolja a vállalat idegen forrás arányát. Nézzük meg, hogy milyen eredményt mutat a ROA és a másik vizsgált eredményváltozó (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) közötti kapcsolat (lásd 2. számú ábra.)

Látható, hogy ebben az esetben már erősebb negatív kapcsolat mutatható ki a két változó között. Tehát a vállalat jövedelmezősége és a hosszú lejáratú kötelezettség aránya között van kapcsolat. Ebből az a következtetés adódik, hogy a jövedelmezően gazdálkodó vállalatok hosszú távú kötelezettségeket nem kényszerülnek olyan mértékben vállalni, mint a ke-

vésbé jövedelmezőek. A beruházásaikat, fejlesztéseiket nagyobb arányban képesek belső forrásból megvalósítani. Outliernek tekinthető a logisztika és az oktatási szolgáltatás.

Összességében a hipotézisről elmondható, hogy a szolgáltatási alágazatok jövedelmezősége és a tőkeáttétel között negatív kapcsolat van. A negatív kapcsolat abban az esetben érvényesül inkább, ha a tőkeáttétel klasszikus mutatószámát, a hosszú lejáratú kötelezettség arányát vizsgáljuk az összes forráshoz képest.

2. hipotézis: Minél nagyobb egy szolgáltatási alágazat likviditása, annál kisebb a tőkeáttétele.

Ez a hipotézis a szolgáltatási szektor likviditása és tőkeáttétele közötti kapcsolatot vizsgálja. Ennek a kapcsolatnak az ellenőrzésére a likviditási mutató és a tőkeáttétele mutató közötti kapcsolatot vizsgáltam meg.

A hipotézis vizsgálatához a következő mutatószámokat számoltam ki a kilenc szolgáltatási ágra:

✓ Likviditási mutató = Forgóeszközök/Rövid lejáratú kötelezettségek

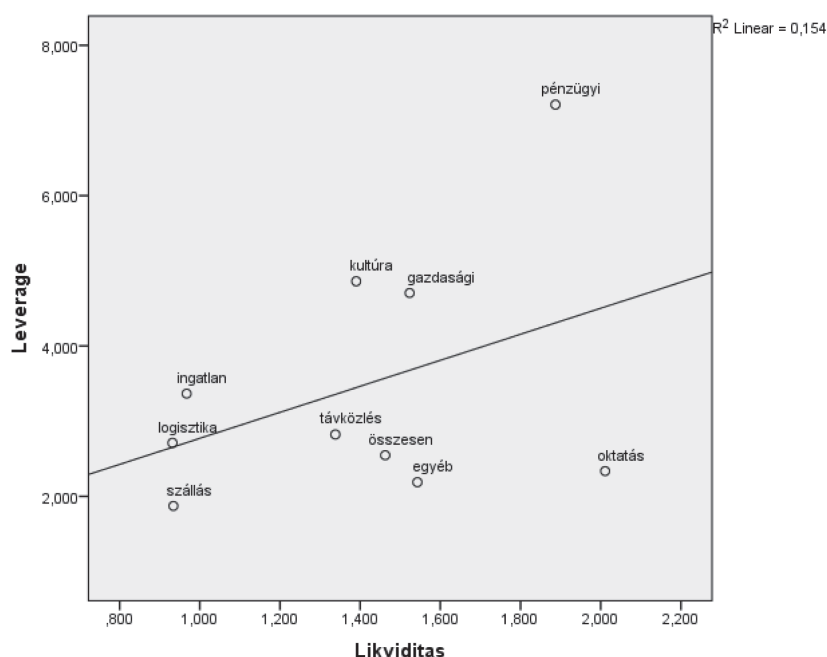
Ennek a rátának a számításával arra a kérdésre kapunk feleletet, hogy a cég vajon eleget tud-e tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek a forgóeszközök felhasználásával. A forgóeszközök a cég tevékenysége során – elvileg – egy éven belül pénzeszközzé válnak, így lehetővé válik a forrás oldali rövid lejáratú kötelezettségek kielégítése. A túl magas érték csak a hitelezők szempontjából optimális, ugyanis a forgóeszközök hozama általában kisebb, mint a befektetett eszközöké, tehát a túl nagy arányuk az eszközök között csökkentik az eszközök átlagos hozamát. Ezen túlmenően azonban a mutató magas értéke még nem biztosítja a vállalat fizetőképességére vonatkozóan, mivel a forgóeszközök egy része a tartós forgóeszközök csoportjába tartozik. [Musinszki, 2016a, 2016b] Sőt, a mutató egy alatti értéke sem jelent feltétlenül fizetési képtelenséget, mert a folyamatos működés esetében akkor, ha a forgóeszközök fordulatszáma kellően magas, avagy a forgási idő relatíve rövid, akkor a rövid lejáratú kötelezettségeket lehet teljesíteni.

✓ Tőkeáttétel (Leverage) = Idegen forrás/Saját tőke.

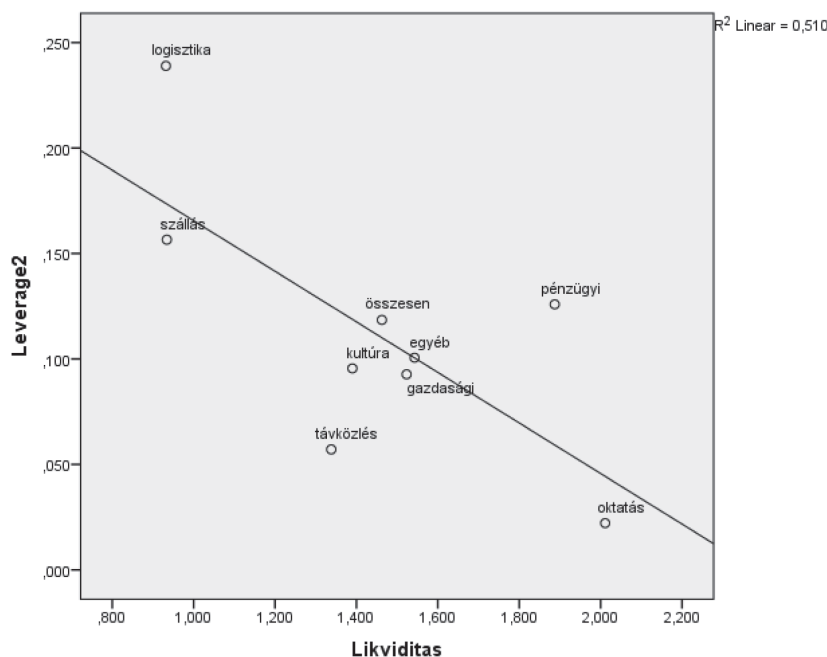
✓ Tőkeáttétel2 (Leverage2) = Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás

A likviditási mutató és tőkeáttétel közötti kapcsolatot mutatja a 3. számú ábra.

A 3. számú ábra alapján az látható, hogy likviditási mutató és az (Idegen forrás/Saját tőke) mutató között nagyon gyenge pozitív kapcsolat van. Az R^2 mutató nagyon alacsony értéke is ezt a tényt erősíti meg. Ebből következik, hogy a likviditás és a vállalat teljes eladósodottsága között nincs kimutatható kapcsolat. A likviditás nem befolyásolja a vállalat idegen forrás arányát. Nézzük meg, hogy milyen eredményt mutat a likviditás és a



3. számú ábra: A likviditás és a (Idegen forrás/Saját tőke) közötti kapcsolat
 Forrás: saját szerkesztésű ábra a TOP5000 adatbázis alapján



4. számú ábra: A Likvititás és a (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) közötti kapcsolat

Forrás: saját szerkesztésű ábra a TOP5000 adatbázis alapján

másik vizsgált eredményváltozó (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) közötti kapcsolat (lásd **4. számú ábra**).

Látható, hogy ebben az esetben már erősebb és a vártak megfelelő negatív kapcsolat mutatható ki a két változó között. Tehát a vállalat likviditása és a hosszú lejáratú kötelezettség aránya között van kapcsolat. Ebből az a következtetés adódik, hogy a bőséges likvitással rendelkező vállalatok hosszú távú kötelezettségeket nem kényszerülnek olyan mértékben vállalni, mint a kevésbé likvidek. A beruházásaik, fejlesztéseik finanszírozásához felhasználják likvid eszközeiket. Ez az eredmény a Hierarchia elméletet erősíti. Az ábrán outlier alágazatnak mutatkozik a logisztika, a pénzügy és a távközlés.

Összességében a hipotézisről elmondható, hogy a szolgáltatási alágazatok likviditása és a tőkeáttétel között negatív kapcsolat van. A negatív kapcsolat abban az esetben érvényesül inkább, ha a tőkeáttétel klasszikus mutatószámát, a hosszú lejáratú kötelezettség arányát vizsgáljuk az összes forráshoz képest.

3. A magyar szolgáltató vállalatok esetében érvényesül a lejáratú összhang elve, vagyis befektetett eszközeiket hosszú lejáratú forrásból, forgóeszközeiket pedig rövid lejáratú forrásból finanszírozzák.

A magyar vállalatok esetében azért érdekes ennek a kérdésnek a vizsgálata, mivel ismeretes, hogy kevés hosszú lejáratú forrás állt a vállalatok rendelkezésére az 1990-es években mind a saját tőkét, mind pedig a bankhiteleket tekintve. Hipotézisemben azt vélelmezem, hogy ez a szűkösség – a privatizációval és a kétszintű bankrendszer kialakulásával – már a múlté.

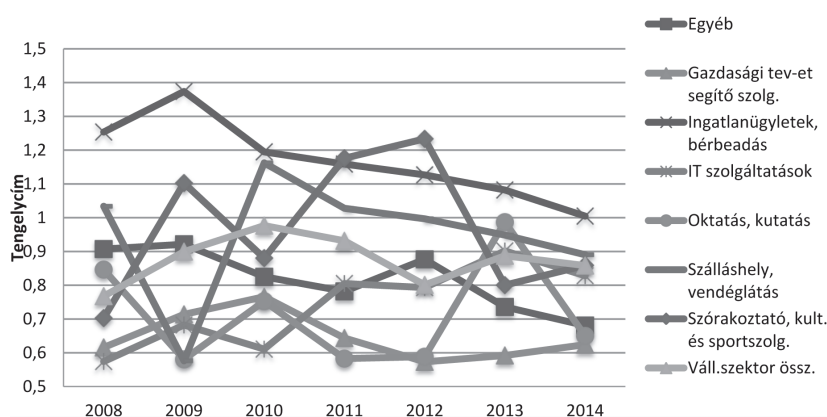
A számított mutatószám a szolgáltatási alágazatokban az alábbi:

✓ *Befektetett eszköz/(Saját tőke + Hosszú lejáratú kötelezettség)*: Arról kapunk tájékoztatást, hogy a tartós forrásokat milyen arányban fordítja a vállalat a tartós eszközök finanszírozására.

Amennyiben a mutató értéke 1 alatt van, úgy a vállalat a tartós forrásait nem veszi teljesen igénybe a tartós eszközei finanszírozására, hanem a forgóeszközei egy részét is abból finanszírozza, vagyis konzervatív finanszírozási stratégiát folytat. Az 1 feletti érték esetén a tartós eszközök nagysága meghaladja a tartós források nagyságát, így ebben az esetben agresszív finanszírozási stratégiáról beszélhetünk. Az eredményeket mutatja az **5. számú ábra**.

A fenti táblázatban nem szerepel a pénzügyi szolgáltatások tevékenység valamint a szállítás, raktározás, posta, távközlés tevékenység. A pénzügyi szolgáltatások ugyanis tevékenységük-nél fogva „kilógnak” ebből a vizsgálatból, mivel kevés saját tőkével rendelkeznek. A szállítás, raktározás, posta, távközlés esetében az egyes években jelentkező negatív saját tőke rendkívül

nagy volatilitást idézett elő az adott időszakban, ezért ez a tevékenység is kimaradt ebből a vizsgálatból. A teljes vállalati szektorról elmondható, hogy a vizsgált időszakban, teljes mértékben konzervatív politikát folytatott, a mutató értéke végig egy alatt volt tehát összességében Magyarországon a vállalati szektor szigorúan betartja a lejáratú illeszkedés elvét. A szolgáltató szektoron belül elmondható, hogy a szolgáltatók többségére ugyanez jellemző. A következő tendenciák figyelhetők meg: nagy óvatosság jellemzi a gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatókat, az oktatás, kutatás területét valamint az IT szolgáltatókat. Az ő esetükben a mutató értéke jóval egy alatti. Egy fölötti értékeket mutat az ingatlanügyletek és bérbeadás szol-



5. számú ábra: A Befektetett eszköz/(Saját tőke+Hosszú lejáratú kötelezettség) mutató alakulása 2008-2014 között

Forrás: Saját szerkesztésű ábra a TOP5000 adatbázis alapján

gáltatási terület, azonban a vizsgált időszakban fokozatosan csökken az agresszív finanszírozási stratégia, és a 2014-es évre az ideális egy körüli értéket éri el. Viszonylag nagy volatilitás jellemzi a szórakoztató, kulturális és sportszolgáltatásokat, 2011-ben és 2012-ben jellemezte ezeket a társaságokat az egy fölötti érték.

Összességében elmondható, hogy a szolgáltatási ágazatra jellemző a lejáratú illeszkedés betartása.

ÖSSZEGZÉS

Az 2008-2014-es magyar TOP 5000-es vállalati adatbázis szolgáltatási szektorának aggregált adatai alapján a tőkeáttételre vonatkozó hipotézisek, az 1., 2., 3. igazolódtak:

A szolgáltatási szektor jövedelmezősége és tőkeáttétele között negatív kapcsolat van, azaz, ha a vállalat rendelkezésére áll belső forrás – amelynek lényeges eleme az adózott nyereség, s így nagymértékű önfinanszírozó képessége van – akkor finanszírozási szükségletét ebből a belső forrásból, és nem hitelfelvételből fogja kielégíteni. A Hierarcia elmélet érvényesülése látható a szolgáltató szektorban Magyarországon a vizsgált időszakban. Ez az összefüggés csak a hosszú lejáratú finanszírozási szükséglet esetére igazolódott. A logisztika és az oktatás kivételével minden alágazatban igazolódott, hogy a jövedelmezőség és a klasszikus tőkeáttétel közötti negatív kapcsolat, bár a két tényező közötti kapcsolat nem mondható erősnek.

Minél nagyobb a szolgáltatási szektor likviditása, annál kisebb a tőkeáttétele. A két mutató közötti negatív kapcsolatot találunk a hierarchia elméletnek megfelelően. Ebben az esetben is a klasszikus tőkeáttétele mutatóval mutatható ki ez az összefüggés. A kilenc alágazat közül a logisztika, pénzügy és távközlési tevékenység esetében ez a hipotézis nem nyert igazolást.

A magyar szolgáltató vállalatok esetében érvényesül a lejáratú összhang elve, vagyis befektetett eszközeiket hosszú lejáratú forrásból, forogóeszközeiket pedig rövid lejáratú forrásból finanszírozzák. A magyar szolgáltató vállalatok finanszírozása bizonyos tevékenységek esetében konzervatívabbá vált a 2008-2014-es időszakban. Ezek a tevékenységek a következők: Ingatlanügyletek, bérbeadás. Ezt a tendenciát a hosszú lejáratú finanszírozás szerepének növekedésével és a vállalatok tőkeerejének növekedésével magyarázhatunk.

LÁBJEGYZET

¹ A hitelfelvétel nem mindig ugyanazt a kontrollhatást váltja ki. Egy dinamikusan növekvő vállalat esetében, melynek magas profitabilitású projektjei vannak és kevés szabad pénzeszköz áll rendelkezésére ez a módszer kevésbé hatásos. Annál inkább érvényesül egy olyan vállalat esetében, ahol a növekedés lassulóban van (vagy stagnál) és sok szabad pénzeszközzel rendelkezik. [Jensen, 1988]

² A fenti jelenségre a magyar gazdaságban is találunk példákat, leverage by out módon megvalósítva.

³ Természetesen végleges tőkejuttatás a vissza nem térítendő állami támogatás is. Ez minden esetben preferált forrás. A hierarchia elmélet azonban tiszta piaci viszonyokat tételez fel, ahol ilyen forrás nem létezik.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Ábel, I. – Öcsi, B. (1999): Finanszírozási szerkezet és tulajdonforma Közgazdasági Szemle 1999. október
- Baloghné Balla A. (2005): Vállalati tőkestruktúra választás: Empirikus vizsgálat a magyar feldolgozóipari vállalatok és tőzsdei cégek tőkeszerkezetéről. PhD. értekezés Pécsi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, 211 p.
- Booth L. – Aivazian V. – Demircuc – Kunt A. – Maksimovic V. (2001): Capital Structures in Developing Countries The Journal of Finance Vol. 56. No., February, pp. 87-130.
- Bozsik, S. (2017): Managerial income statement and managerial cash flow statement – Alternative way to analyse the financial performance of a company. In: Berényi, L. (ed.) *Management Challenges in the 21st Century*. Volume III: Diversity of Challenges. 173p. Saarbrücken: Lambert Academic Publishing (LAP), pp. 25-34.
- Brealey R.- Myers S. (1992): Modern Vállalati Pénzügyek I-II. Panem Budapest
- Donaldson G. (1961): Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration Boston
- Füredi-Fülöp, J. – Pál Tiborné – Várkonyiné Juhász, M. (2017): Az osztalék meghatározásának és elszámolásának aktuális kérdései In: Zéman, Z. (szerk.) *Évtizedek a számvitelben: Controller Info Tanulmánykötet*. 351 p., Budapest: Copy & Consulting Kft., 2017. pp. 67-78. (CONTROLLER INFO különszám)
- Harris M.- Raviv A. (1991): The Theory of Capital Structure Journal of Finance Vol. 46. No. 1. pp. 297-355. 1991. March
- Jaksity, Gy. (2004): A pénz természete Alinea Kiadó Budapest
- Jensen M.C. – Meckling W. (1976): Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and capital structure Journal of Financial Economics 3. pp. 305-360.
- Katits, E. – Szemán, J. (2017). A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1993-2014 között a TOP 5000 adatbázis alapján In: Bozsik, S. (szerk.) *Pénzügy-számvitel-statisztika füzetek II.*: 2016. 107 p. Konferencia helye,

- ideje: Miskolc-Egyetemváros, Magyarország, 2016.12.01 (Miskolci Egyetem Gazdaságtudományi Kar) Miskolc-Egyetemváros: Miskolci Egyetemi Kiadó, 2017. pp. 65-80.
- Mikolasek, A. – Sulyok-Pap, M. (1996):* A vállalatfinanszírozás elméleti kérdései Budapest
- Murray Z. Frank, and Vidhan D. Goyal (2003):* Testing the pecking order theory of capital structure Journal of Financial Economics Volume 67, Issue 2. pp. 217-248. old. 2003. February
- Musinszki Z. (2016a):* Pénzügyi kimutatások elemzése: Mire jó a hányadoselemzés? In: Gramantik, Cs. (szerk.): Pénzügy-számvitel-statisztika füzetek 2015. Miskolc, Miskolci Egyetemi Kiadó, pp. 65–92.
- Musinszki, Z. (2016b):* Pénzügyi mutatókon innen és túl, Észak-Magyarországi Stratégiai Füzetek 13:(2) pp. 71-80.
- Myers S.C.- Majluf N.S. (1984):* Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors do not have Journal of Financial Economics Vol. 13. pp. 187-221.
- Myers S.C. (2001):* Capital Structure Journal of Economics Perspectives Vol. 15. No. 2. pp. 81-102.
- Myers S.C. (1984):* The Capital Structure Puzzle Journal of Finance Vol. 39. pp. 575-592.
- Ross S.A.–Westerfield R.W.–Jaffe J. (1996):* Corporate Finance Irwin
- Szemán J. (2008):* A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1992-2003 között. PhD. értekezés, Miskolc, 217 p
- Szórádiné Szabó, M. (2005):* Tulajdonosi érdek, kontroll és vállalati teljesítmény Pénzügyi ellenőrzés – egy funkció több szerepben Szerkesztette: Vigvári, A. BME Pénzügyi és Számviteli Tanszék pp. 82 -94.
- Williamson O.E. (1988):* Corporate Finance and Corporate Governance Journal of Finance Vol.43. pp. 567-591.